

固收点评 20231019

中贝转债：国内通信网络建设的高新技术企业

关键词：#产能扩张 #新需求、新政策

事件

- **中贝转债 (113678.SH) 于 2023 年 10 月 19 日开始网上申购：**总发行规模为 5.17 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于中国移动 2022 年至 2023 年通信工程施工服务集中采购项目
- **当前债底估值为 73.92 元，YTM 为 3.30%。**中贝转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、1.20%、1.80%、2.50%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 115.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 8.75% (2023-10-17) 计算，纯债价值为 73.92 元，纯债对应的 YTM 为 3.30%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 110.6 元，平价溢价率为 -9.64%。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至转债到期日止，即 2024 年 04 月 25 日至 2029 年 10 月 18 日。初始转股价 32.8 元/股，正股中贝通信 10 月 17 日的收盘价为 36.30 元，对应的转换平价为 110.67 元，平价溢价率为 -9.64%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 4.48%。**下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 32.8 元计算，转债发行 5.17 亿元对总股本稀释率为 4.48%，对流通盘的稀释率为 4.51%，对股本摊薄压力较小。

观点

- **我们预计中贝转债上市首日价格在 130.97~145.91 元之间，我们预计中签率为 0.0022%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到中贝转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右，对应的上市价格在 130.97~145.91 元之间。我们预计网上中签率为 0.0022%，建议积极申购。
- **公司是专业从事通信网络技术服务的高新技术企业，业务以通信网络建设为主，同时兼顾通信与信息化系统集成、通信网络优化与维护、通信网络规划与设计业务。**公司客户均为国内知名通信企业，以中国移动、中国电信、中国联通等三大电信运营商为主，同时为中国铁塔、南水北调、中能建、葛洲坝等大型企业与企业提供专用通信与信息化服务。
- **2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 10.85%。**2022 年，公司实现营业收入 26.43 亿元，同比增加 0.06%。与此同时，归母净利润逐年波动，2018-2022 年复合增速为 -7.08%。2022 年实现归母净利润 1.09 亿元，同比减少 40.11%。
- **公司营业收入主要来源于 5G 新基建，收入占比稳定。**2021 年-2023 年上半年 5G 新基建业务收入占主营业务收入比重分别为 82.84%/82.85%/80.14%，占比稳定。
- **公司销售净利率和毛利率波动较大，销售费用率逐年下降，财务费用率稳中有增，管理费用率波动较大。**2018-2022 年，公司销售净利率分别为 8.33%、8.38%、3.28%、7.63% 和 4.20%，销售毛利率分别为 21.01%、20.14%、15.05%、19.92% 和 16.96%。
- **风险提示：**申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

2023 年 10 月 19 日

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002
chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

《震裕转债：模具行业龙头，精密结构件打造新增长极》

2023-10-19

《经济温和复苏，债市短期承压》

2023-10-18

内容目录

1.转债基本信息	4
2.投资申购建议	5
3.正股基本面分析	7
3.1 财务数据分析.....	7
3.2 公司亮点.....	9
4.风险提示	11

图表目录

图 1: 2018-2023H1 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2: 2018-2023H1 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3: 2021 年-2023H1 营业收入构成	8
图 4: 2018-2023H1 销售毛利率和净利率水平 (%)	8
图 5: 2018-2023H1 销售费用率水平 (%)	8
图 6: 2018-2023H1 财务费用率水平 (%)	9
图 7: 2018-2023H1 管理费用率水平 (%)	9
图 8: 2020 年-2023H1 的 5G 基站数 (万个) 及占全国移动通信基站总数比例	10
图 9: 2020 年-2023H1 我国互联网宽带接入端口发展情况	10
表 1: 中贝转债发行认购时间表	4
表 2: 中贝转债基本条款	4
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)	5
表 4: 债性和股性指标	5
表 5: 相对价值法预测中贝转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表1：中贝转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-10-17	刊登《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-10-18	网上路演； 原股东优先配售股权登记日；
T	2023-10-19	发行首日； 刊登《发行提示性公告》； 原股东优先配售认购日（缴付足额资金）； 网上申购日（无需缴付申购资金）；
T+1	2023-10-20	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》； 进行网上申购摇号抽签
T+2	2023-10-23	刊登《中签号码公告》； 网上中签缴款日
T+3	2023-10-24	保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2023-10-25	《刊登发行结果公告》； 向发行人划付募集资金

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2：中贝转债基本条款

转债名称	中贝转债	正股名称	中贝通信
转债代码	113678.SH	正股代码	603220.SH
发行规模	5.17 亿元	正股行业	通信-通信服务-通信工程及服务
存续期	2023 年 10 月 19 日至 2029 年 10 月 18 日	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	32.8 元	转股期	2024 年 04 月 25 日至 2029 年 10 月 18 日
票面利率	0.20%, 0.40%, 1.20%, 1.80%, 2.50%, 3.00%.		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 公司将以本次可转债票面面值的 115% (含最后一期利息) 全部赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130%(含 130%); 未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售: 最后两个计息年度, 连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售: 投资项目实施情况出现重大变化, 且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表3: 募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
中国移动 2022 年至 2023 年通信工程施工服务设备安装	48,000.97	48,000.97
中国移动 2022 年至 2023 年通信工程施工服务传输管线	63,205.98	63,205.98
合计	111,206.95	111,206.95

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

表4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	73.92 元	转换平价(以 2023/10/17 收盘价)	110.67 元
纯债溢价率(以面值 100 计算)	35.28%	平价溢价率(以面值 100 计算)	-9.64%
纯债到期收益率 YTM	3.30%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 73.92 元, YTM 为 3.30%。中贝转债存续期为 6 年, 中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.20%、0.40%、1.20%、1.80%、2.50%、3.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的 115.00%(含最后一期利息), 以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 8.75%(2023-10-17) 计算, 纯债价值为 73.92 元, 纯债对应的 YTM 为 3.30%, 债底保护一般。

当前转换平价为 110.6 元, 平价溢价率为 -9.64%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即 2024 年 04 月 25 日至 2029 年 10 月 18 日。初始转股价 32.8 元/股, 正股中贝通信 10 月 17 日的收盘价为 36.30 元, 对应的转换平价为 110.67 元, 平价溢价率为 -9.64%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30, 85%”, 有条件赎回条款为“15/30、130%”, 有条件回售条款为“30、70%”, 条款中规中矩。

总股本稀释率为 4.48%。按初始转股价 32.8 元计算, 转债发行 5.17 亿元对总股本稀释率为 4.48%, 对流通盘的稀释率为 4.51%, 对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计中贝转债上市首日价格在 130.97~145.91 元之间。按中贝通信 2023 年 10 月 17 日收盘价测算, 当前转换平价为 110.67 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的银微转债(平价 79.83 元, 评级 A+, 存续规模 5.00 亿元)、微芯转债(平价 94.44 元, 评级 A+, 存续规模 5.00 亿元)、北陆转债(平价 83.41 元, 评级 A+, 存续规模 4.99 亿元), 截至 2023/10/17, 转股溢价率分别

为 46.80%、34.60%、39.19%。

2) 参考近期上市的盟升转债（上市首日转换价值 103.56 元）、九典转 02（上市首日转换价值 115.29 元）、华懋转债（上市首日转换价值 92.28 元），三只转债上市首日转股溢价率分别为 39.52%、36.44%、37.34%。

3) 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归，构建对上市首日转股溢价率进行预测的模型，解释变量为：行业转股溢价率(x_1)、评级对应的 6 年中债企业债上市前一日的到期收益率(x_2)、前十大股东持股比例(x_3)和上市前一日中证转债成交额取对数(x_4)，被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为： $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001，其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型，其中，通信行业的转股溢价率为 20.17%，中债企业债到期收益为 8.75%，2023 年半年报显示中贝通信前十大股东持股比例为 41.80%，2023 年 10 月 17 日中证转债成交额为 34,461,812,911 元，取对数得 24.26。因此，可以计算出中贝转债上市首日转股溢价率为 15.07%。

综合可比标的以及实证结果，考虑到中贝转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右，对应的上市价格在 130.97~145.91 元之间。

表5：相对价值法预测中贝转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	34.49	126.16	128.27	131.42	134.58	136.68
-3%	35.21	128.82	130.97	134.19	137.41	139.56
2023/10/17 收盘价	36.30	132.80	135.02	138.34	141.66	143.87
3%	37.39	136.79	139.07	142.49	145.91	148.19
5%	38.12	139.45	141.77	145.26	148.74	151.07

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 **62.54%**。中贝通信的前十大股东合计持股比例为 41.80%（2023/06/30），股权较为集中。假设前十大股东 80%参与优先配售，其他股东中有 50%参与优先配售，我们预计原股东优先配售比例为 62.54%。

我们预计中签率为 **0.0022%**。中贝转债发行总额为 5.17 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 62.54%，剩余网上投资者可申购金额为 1.94 亿元。中贝转债仅设置网上发行，近期发行的运机转债（评级 AA-，规模 7.30 亿元）网上申购数约 871.02 万户，N 宇邦转（评级 A+，规模 5.00 亿元）910.13 万户，章鼓转债（评级 A+，规模 2.43 亿元）858.05 万户。我们预计中贝转债网上有效申购户数为 879.73 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0022%。

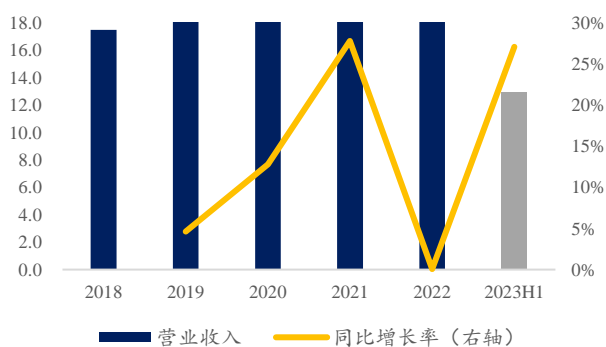
3.正股基本面分析

3.1 财务数据分析

公司是专业从事通信网络技术服务的高新技术企业，业务以通信网络建设为主，同时兼顾通信与信息化系统集成、通信网络优化与维护、通信网络规划与设计业务。公司客户均为国内知名通信企业，以中国移动、中国电信、中国联通等三大电信运营商为主，同时为中国铁塔、南水北调、中能建、葛洲坝等大型企业及政府提供专用通信与信息化服务。在保持移动市场基本保持稳定的同时，新增中标四川电信、北京电信、福建电信与湖南电信 5G 建设项目，新增北京联通、重庆联通、安徽联通、内蒙古联通与湖南联通 5G 建设项目，新增浙江铁塔、重庆铁塔、福建铁塔与河北铁塔配套建设项目，全年除巩固移动市场外，在电信、联通与铁塔均获得较大突破，为下年业绩增长打下了基础。

2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 10.85%。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“N 型”波动，2018-2022 年复合增速为 10.85%。2022 年，公司实现营业收入 26.43 亿元，同比增加 0.06%。与此同时，归母净利润逐年波动，2018-2022 年复合增速为 -7.08%。2022 年实现归母净利润 1.09 亿元，同比减少 40.11%。2023 年上半年，中贝通信的营业收入规模达到 12.94 亿元，超过 2022 年同期水平，主要系联网数据中心、大数据、云计算、物联网等新兴业务快速成长，推动信息通信业新兴动能不断增强、行业结构不断优化所致。而 2023 年上半年的归母净利润为 0.66 亿元，同比上升 75.21%，主要系公司业务全面恢复，在国内 5G 新基建业务基本保持稳定的同时，国际业务及新业务收入均有较大幅度增长所致。

图1：2018-2023H1 营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

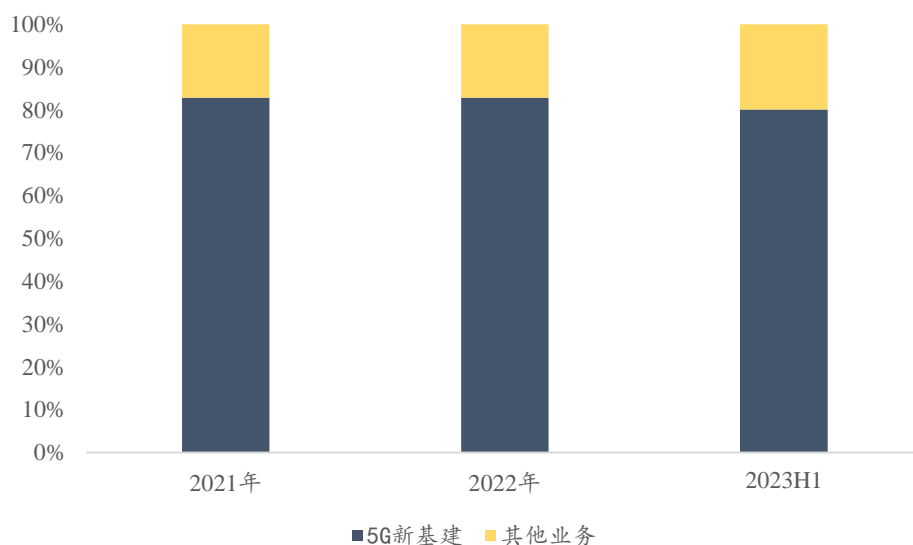
图2：2018-2023H1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司营业收入主要来源于 5G 新基建，收入占比稳定。2021 年-2023 年上半年 5G 新基建业务收入占主营业务收入比重分别为 82.84%/82.85%/80.14%，占比稳定。其他业务收入主要为智慧城市与 5G 按行业应用，占比很小。

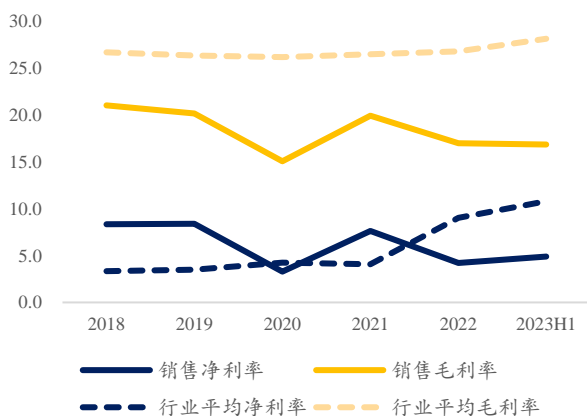
图3：2021年-2023H1 营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

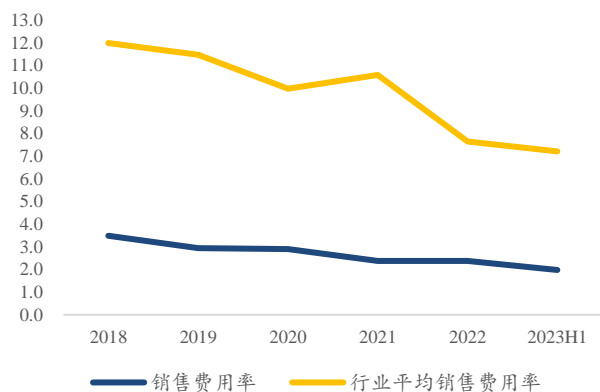
公司销售净利率和毛利率波动较大，销售费用率逐年下降，财务费用率稳中有增，管理费用率波动较大。2018-2022年，销售毛利率分别为21.01%、20.14%、15.05%、19.92%和16.96%。2020年度，是公司主营业务毛利率最低的一年。公司受到经济下行等因素的冲击，公司业务开展、项目推进受到很大影响，项目建设和收入确认推迟，而部分刚性较强的支出继续发生，导致当年毛利率明显下滑。随着经济的平稳，2021年度公司生产经营逐步恢复，营业收入增长，毛利率有所恢复；2022年度公司受经济波动的影响，项目出现多次停工、间断的情况，经营效率下降，施工进度不及预期，导致毛利率出现下滑。公司销售净利率分别为8.33%、8.38%、3.28%、7.63%和4.20%，总体呈下降趋势。最近三年销售费用率总体呈下降趋势，主要系公司持续推进降本增效、控制费用支出的同时，营业收入保持增长所致。随着公司经营规模扩大，资金需求增加，银行借款增长，财务费用上升。管理费用金额总体保持平稳，略低于同行业上市公司平均值。

图4：2018-2023H1 销售毛利率和净利率水平 (%)



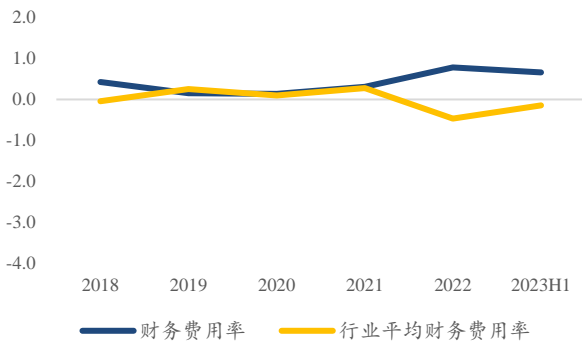
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2018-2023H1 销售费用率水平 (%)



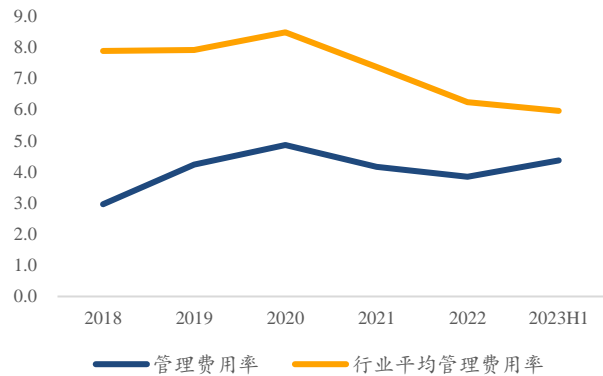
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2018-2023H1 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2018-2023H1 管理费用率水平（%）



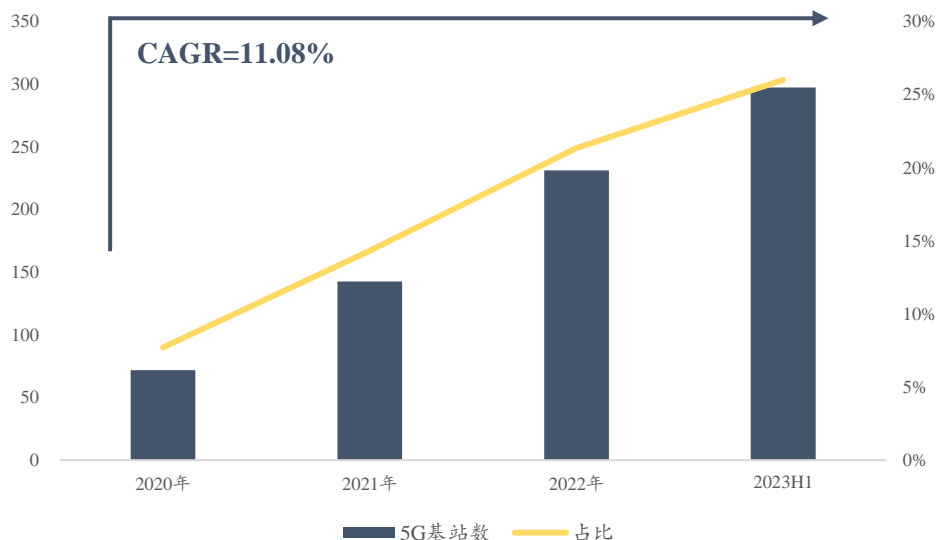
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

3.2 公司亮点

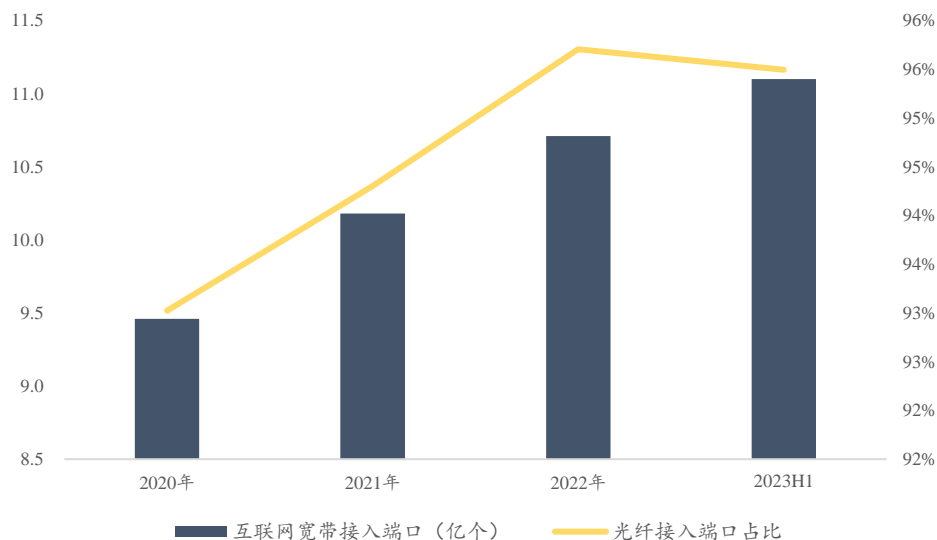
通信行业发展推动通信技术服务业增长。随着电信运营商不断加大资本开支及网络运营维护投入，通信技术服务市场需求持续增长。根据工业和信息化部和中国信息通信研究院统计数据，中国信息服务市场规模逐年快速提升，预计将从 2021 年的 12.5 万亿元增长至 2025 年的 22.8 万亿元。我国通信技术服务业市场发展与通信行业固定资产投资密切相关，近年来，我国 5G 相关投资增长较快。**(1) 5G 基站建设方面：**我国继续加快推进根据工业和信息化部统计数据，截至 2023 年 6 月末，我国移动通信基站总数达 1,129 万个，全年净增 46 万个。其中 5G 基站为 293.7 万个，全年新建 5G 基站 62.5 万个，占移动基站总数的 26.01%。**(2) 光缆线路建设方面：**我国光缆线路总长度稳步增加截至 2023 年 6 月末，全国光缆线路总长度达 6,196 万公里，比上年末净增 238.1 万公里。其中接入网光缆、本地网中继光缆和长途光缆线路所占比重分别为 62.6%、35.7%和 1.8%。**(3) 高速网络覆盖方面：**千兆光纤宽带网络覆盖和服务能力明显提升截至 2023 年 6 月末，互联网宽带接入端口数达到 11.1 亿个，比上年末净增 3,457 万个。其中，光纤接入（FTTH/O）端口达到 10.6 亿个，比上年末净增 3,855 万个。截至 2023 年 6 月末，具备千兆网络服务能力的 10GPON 端口数达 2,029 万个，比上年末净增 506.5 万个。

图8：2020年-2023H1的5G基站数（万个）及占全国移动通信基站总数比例



数据来源：研究所工业和信息化部 2020 至 2022 年通信业统计公报、《2023 年上半年通信业经济运行情况》，东吴证券

图9：2020年-2023H1我国互联网宽带接入端口发展情况



数据来源：工业和信息化部通信业统计公报，东吴证券研究所

5G 行业持续向好带动公司业务不断增长。我国高度重视 5G 行业发展，大力推进 5G 技术、标准和产业发展，出台了一系列促进行业发展的政策文件，顶层设计基本形成，行业发展环境持续向好。

丰富的项目经验和专业能力及面向全国及海外的业务布局和驻地服务能力为公司发展打下坚实基础。公司经过三十多年的发展，形成了通信网络、信息与智能化、机电和计算机网络、算力服务等多专业系统集成能力，打造了一支能够在复杂网络环境条件

下为客户提供服务的专业技术团队，能够为数字经济发展提供算力中心、计算机网络、智能化系统等各专业技术领域系统解决方案和服务。公司已在全国二十多个省（市、自治区）及海外一带一路沿线多个国家设置分支机构开展业务经营与服务；根据业务区域与项目专业在当地配备专业技术团队开展服务，提升了公司服务品质，保证了客户满意度，确保了公司在行业内的竞争优势，为新业务发展提供了驻地服务能力。

全生命周期项目管理体系和技术研发优势为公司发展提供强大动力。公司在不断研究行业内外不同项目管理模式与项目管理理论上，通过管理知识创新与发展，形成了以项目关键节点过程控制为核心的全生命周期项目管理体系，实行对项目预算管理、实施进度、竣工验收、决算审计、质量与安全进行过程和结果控制的项目闭环管理。全生命周期项目管理体系的建立与完善，促使公司各级都能进行项目清单问题管理，针对项目问题制订解决方案，提高了项目管理效率、降低了企业运营成本，确保了公司竞争优势。公司坚持以客户需求和业务发展为导向，聚焦国内外先进技术和创新解决方案，运用云计算、大数据等新一代信息技术，为 5G 行业应用、物联网、算力中心、智慧城市、智慧能源等行业提供解决方案。积极推进各类管理系统平台、监测系统平台、调度系统平台与 CSC 能源管理系统等项目的研发投入，专注开展行业专业模型训练研发投入，确保技术研发优势。

4.风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;
- 增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;
- 中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;
- 中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;
- 减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>